

我国上市公司控制性股东掏空与支持行为的实证分析^{*}

江 伟

(厦门大学管理学院 福建 361005)

摘 要: 本文通过对我国上市公司投资—现金流敏感度的分析,以考察我国上市公司控制性股东掏空与支持公司的行为,研究结果表明:(1)第一大股东持股比例越高的公司,其投资对现金流的敏感度越低。(2)盈利能力越强的公司,其投资对现金流的敏感度越高;盈利能力越差的公司,其投资对现金流的敏感度越低。(3)第一大股东持股比例越低以及盈利能力越强的公司,其投资对现金流的敏感度最高;第一大股东持股比例越高以及盈利能力越差的公司,其投资对现金流的敏感度最低。这些证据支持了控制性股东对公司的掏空与支持是对称的观点。

关键词: 控制性股东 掏空 支持

我国上市公司“一股独大”的特殊股权结构,决定了上市公司的第一大股东多为控制性股东,在缺乏有效的法律与制度约束的情况下,控制性股东掏空(tunneling)上市公司的现象屡见不鲜。李增泉、王志伟和孙铮(2003)从资金占用的角度找到了我国上市公司控制性股东掏空公司行为的经验证据。刘峰和贺建刚(2003)则以沪市 2002 年的抽样样本为依据,对控制性股东掏空公司的实现方式进行了考察,他们发现控制性股东持股比例越高,控制性股东越倾向于通过大额派现、购销关联交易的方式来掏空公司;对于股权分散、控制性股东持股比例越低的上市公司,控制性股东越倾向于采取股权转让、担保或挪占款项的方式来掏空公司;对于股权集中度介于二者之间的上市公司,控制性股东倾向于采取担保、非购销关联交易或挪占款项的方式来掏空公司。然而在实际生活中,我们也不时看到,控制性股东也有支持(propping)上市公司的时候,比如当上市公司陷入财务困境时,控制性股东会请求地方政府的财政援助来帮助公司解脱困境;而当上市公司需要满足配股要求以实施配股融资时,控制性股东也会通过其控制的其它公司来购买上市公司的资产从而提高上市公司的盈利。本文的研究目的,就是通过对我国上市公司投资—现金流敏感度的分析,来考察我国上市公司控制性股东掏空与支持

^{*} 作者感谢厦门大学管理学院财务研究与发展中心博士生讨论班的同学们对本文的批评与修改意见,论文观点由作者本人负责。

一般认为,控制性股东包括:持有公司 51% 以上股份的绝对控股股东;持有公司 51% 以下股份,但相对其他股东的持股比例处于优势,而且其他股东股权分散且联合困难。徐晓东和陈小悦(2003)考察了我国 1997 年以前上市的非金融性公司 1997 年 - 2001 年大股东的持股情况,发现第一大股东和第二大股东的平均持股比例分别为 41.5% 和 8.30%。

公司的行为,以期为这方面的研究提供经验证据。

一、文献回顾

近来的研究发现,除美国以外的国家,尤其是投资者保护较弱的国家,大多数公司存在单个的控制性股东,公司的所有权相对集中(La Porta, Lopez - de - Silanes 和 Shleifer, 1999; Claessens, Djankov 和 Lang, 2000; 等等)。Holderness 和 Sheehan (1988) 发现,甚至在美国,也存在大量的由大股东所控制的公众公司。通过交叉持股、金字塔式的所有权结构以及发行双重股票,控制性股东对公司掌握了大量的超过现金流权的控制权(La Porta, Lopez - de - Silanes 和 Shleifer, 1999; Claessens, Djankov 和 Lang, 2000),在控制权私利的驱使下,大股东会对小股东进行剥削(Holderness, 2003)。Shleifer 和 Vishny (1997) 曾指出,在多数国家的大公司里,基本的代理问题不是外部投资者与管理者之间的 Berle 和 Means 式的冲突,而是外部投资者与几乎完全控制了管理者的控制性股东之间的冲突。Johnson, La Porta, Lopez - de - Silanes 和 Shleifer (2000) 则用“掏空”一词来描述资源从公司向控制性股东转移的现象,具体表现为过高的管理者薪酬、贷款担保、稀释股权等多种形式。在这一研究背景下,学者们对控制性股东掏空公司的行为进行了大量的实证检验,如 Bae, Kang 和 Kim (2002) 考察了韩国集团公司的控制性股东利用集团公司内部的兼并活动来掏空公司的行为,他们发现集团公司的控制性股东在兼并中得到了大量的私有利益,而小股东的利益却受到了损害。Bertrand, Mehta 和 Mullainathan (2000) 则考察了印度集团公司的控制性股东通过交叉持股或金字塔式的所有权结构来掏空公司的行为,他们发现了在印度的集团公司中,控制性股东经常通过非经营性利润来掏空公司的证据。

然而如果在投资者保护较弱的法律和制度环境下,控制性股东总是倾向于剥削小股东,那么小股东为什么还愿意把资金投资给公司呢? Friedman, Johnson 和 Mitton (2003) 认为,控制性股东并不总是掏空公司,他们也有“支持”公司的时候(尤其在公司陷入财务困境时),控制性股东对公司的掏空和支持是对称的,即控制性股东既有把资源从公司转移出去的动机,也有向公司提供私人资源的动机,这一点在发展中国家尤为突出。在发展中国家里,法律和制度环境对投资者保护是较弱的,公司贷款通常都有政府或银行在背后作支持,因此存在负债的预算软约束。当公司的投资回报率暂时性的偏低时,负债的预算软约束不仅可以减少控制性股东的债务逃避行为,而且鼓励了控制性股东向公司投入新的私人资金,以便保持今后剥削小股东和得到合法的分享收益的选择权,负债成为控制性股东支持公司的一种承诺,外部投资者也因此更愿意向公司提供资金。Friedman, Johnson 和 Mitton 接着对上述假设进行了实证检验,结果表明,公司的负债比例越高,控制性股东越可能支持而不是掏空公司,高负债是较差的公司治理的一种替代机制。Riyanto 和 Toolsema (2003) 提出仅仅是掏空并不能完全解释为什么金字塔式的所有权结构比水平式的所有权结构(horizontal structure)在许多国家更流行,因为控制性股东如果只是想通过金字塔式的所有权结构来掏空公司,那么当小股东理性的预期到这

Holderness (2003) 把大股东的控制权利益分为控制权分享利益(shared benefits of control)和控制权私利(private benefits of control)。前者是指所有股东按股权比例共同分享的,后者是控制性股东所独享的,是以牺牲公司其他股东的代价换取的。

一点,金字塔式的所有权结构不会比水平式的所有权结构更流行,因此金字塔式的所有权结构应该存在保护小股东的机制来弥补其由掏空导致的缺陷。Riyanto 和 Toolsema 认为支持恰好提供了一种保护小股东的弥补机制,当公司陷入财务困境时,控制性股东通过金字塔式的所有权结构可以更好的对公司进行支持以避免公司破产,从而有利于保护小股东的利益。控制性股东对公司的支持实际上为小股东提供了一种保险机制,正因为有支持这种保险机制,小股东才愿意向公司投资,控制性股东对小股东的剥削可视为小股东对控制性股东支持公司所支付的保险溢价。

我国学者近年来对我国上市公司控制性股东掏空公司的行为进行了大量的实证研究并取得了丰富的经验证据(李增泉,王志伟和孙铮,2003;刘峰和贺建刚,2003;等等),但对控制性股东支持上市公司的行为还缺乏相应的经验证据,Friedman,Johnson 和 Mitton(2003)以及 Riyanto 和 Toolsema(2003)的研究为本文考察我国上市公司控制性股东掏空与支持公司的行为提供了一定的理论依据。

二、研究假设

目前我国的资本市场尚不发达,上市公司无论是利用外部股权融资或者外部债权融资(尤其是债券融资)都还存在着诸多约束。当上市公司受到融资约束(financing constraints)时,如果控制性股东出于自身在上市公司的利益来支持公司,通常可以采用以下两种方式:一是控制性股东可以请求地方政府给予财政援助,而地方政府出于地方经济发展和社会稳定等问题的考虑,会通过国有商业银行贷款等途径来援助上市公司(尤其是国有上市公司)。邹港永,宋敏和王杰邦(2003)对我国上市公司的流动性约束进行了研究,他们发现国有股比例大的公司,其流动性约束比国有股比例小的公司要小,这一发现证实了我国政府对上市公司的预算软约束。二是控制性股东可以利用自有资金或其控制的其它公司的资金来支持上市公司,比如将优质资产或其它资源输入到上市公司,以帮助上市公司满足再融资的要求等。因此,本文认为如果我国上市公司的控制性股东对公司存在着支持,那么控制性股东对上市公司的持股比例越高,其利益就越和上市公司的利益趋于一致,当上市公司受到融资约束时,控制性股东就越可能支持公司,从而公司的内部融资成本与外部融资成本之间的差距就越小,公司就越不会受到融资约束。

Fazzari, Hubbard 和 Petersen(1988)对公司的投资决策与融资约束之间的关系进行了研究,他们发现越是容易受到融资约束的公司,其投资对公司内部产生的现金流越敏感。Hoshi, Kashyap 和 Scharfstein(1991)对日本的集团公司按是否与银行存在紧密联系分为了两类,以考察它们的投资决策与流动性之间的关系。他们发现与银行存在紧密联系的集团公司其投资对流动性有着较低的敏感度,而与银行存在松散联系的集团公司其投资对流动性有着较高的敏感度。冯巍(1999),邹港永、宋敏和王杰邦(2003)以及魏锋、刘星(2004)的研究证实了我国的上市公司同样存在着融资约束,由此可以提出本文的第一个假设:

Kaplan 和 Zingales(1997)把融资约束定义为:由于资本市场的不完善,公司在内部融资成本与外部融资成本之间就存在着差别,导致公司在利用外部融资时就会存在约束。公司内部融资成本与外部融资成本之间的差别越大,公司就越容易受到融资约束。

假设 1: 第一大股东持股比例越高的公司, 其投资对现金流的敏感度越低。

我国上市公司的股权高度集中, 在缺乏有效的法律与制度约束的情况下, 控制性股东更有掏空上市公司的动机。Cleary (1999) 考察了美国公众公司受到融资约束的影响因素, 他发现美国公众公司受到融资约束的可能性与其盈利能力之间的相关性 (负相关) 最强。但是本文认为在我国, 对于盈利能力越强的公司, 其内部现金流状况固然越好, 然而与此同时公司遭到控制性股东掏空的可能性也越大 (Riyanto 和 Toolsema, 2003), 如控制性股东挪占上市公司的资金或进行大额派现等 (李增泉, 王志伟和孙铮, 2003; 刘峰和贺建刚, 2003), 当外部投资者预期到这一点时, 他们会要求较高的投资回报率, 从而加大公司内部融资成本与外部融资成本之间的差距, 公司因此更容易受到融资约束。而对于盈利能力越差的公司, 其内部现金流状况就越差, 公司遭到控制性股东掏空的可能性也越小, 当公司受到融资约束时, 控制性股东反而会更多的支持它, 公司因此更不会受到融资约束。于是可以提出本文的第二个假设:

假设 2: 盈利能力越强的公司, 其投资对现金流的敏感度越高; 盈利能力越差的公司, 其投资对现金流的敏感度越低。

基于假设 1 和假设 2, 本文认为对于控制性股东持股比例越低以及盈利能力越强的公司, 其受到控制性股东支持的可能性最小, 而受到控制性股东掏空的可能性最大, 公司因此最容易受到融资约束。而对于控制性股东持股比例越高以及盈利能力越差的公司, 其受到控制性股东支持的可能性最大, 而受到控制性股东掏空的可能性最小, 公司因此最不容易受到融资约束。于是可以提出本文的第三个假设:

假设 3: 第一大股东持股比例越低以及盈利能力越强的公司, 其投资对现金流的敏感度最高; 第一大股东持股比例越高以及盈利能力越差的公司, 其投资对现金流的敏感度最低。

三、研究设计

1、样本的选取

本文的研究样本包括 2001 年 - 2002 年间在沪深证券交易所上市的公司。在样本选取的过程中, 本文剔除了以下公司: (1) 金融类公司; (2) ST、PT 公司; (3) 同时发行有 B 股或 H 股的公司; (4) 2000 年以后 (包括 2000 年) 上市的公司; (5) Tobin ' Q 小于 1 的异常观测值, 投资和经营性现金流量 (经年初固定资产总额调整) 小于 - 2 或大于 2 的异常观测值, 2000 年 - 2002 年期间盈利能力小于 - 2 或大于 2 的异常观测值; (6) 财务数据或交易数据不完整的公司。最后得到 707 家上市公司共 1360 个样本观测值。样本公司所有财务数据和交易数据均来自香港理工大学和深圳市国泰安信息技术有限公司联合开发的《中国股票上市公司财务数据库》, 《中国股票市场交易数据库》以及《中国上市公司治理结构研究数据库》。

2. 研究变量的定义

本文的研究变量主要包括解释变量、被解释变量以及控制变量三个部分。解释变量为公司当年的经营性现金流量, 被解释变量为公司当年的投资, 控制变量包括公司前一年的投资机会和公司的行业特征。第一大股东持股比例和盈利能力分别用于对样本观测值进行分组。各变量的定义如表 1 所示。

表 1 各变量的定义

变量	变量定义
投资 (I)	公司当年相对前一年新增的固定资产原值,在建工程与无形资产之和/当年年初的固定资产总额
经营性现金流量 (CF)	公司当年的经营性现金流量净额/当年年初的固定资产总额
投资机会 (Q)	(股价 \times 流通股股数 + 每股净资产 \times 非流通股股数 + 总负债)/总资产的账面价值
第一大股东持股比例 (Topshare)	第一大股东持有公司的股份数/总股本
盈利能力 (Profitability)	公司当年的净利润/当年主营业务收入
公用事业 (IND ₁)	哑变量,如果公司属于公用事业行业,则取 1,否则取 0。
房地产 (IND ₂)	哑变量,如果公司属于房地产行业,则取 1,否则取 0。
综合 (IND ₃)	哑变量,如果公司属于综合行业,则取 1,否则取 0。
工业 (IND ₄)	哑变量,如果公司属于工业行业,则取 1,否则取 0。

3、检验模型

本文运用两个模型来检验公司投资对公司现金流的敏感度。

$$I_t = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{t-1} + \alpha_2 G \times Q_{t-1} + \alpha_3 CF_t + \alpha_4 G \times CF_t + \sum_{j=5}^8 \alpha_j IND_j + \epsilon_t \quad (1)$$

$$I_t = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{t-1} + \alpha_2 CF_t + \sum_{j=3}^6 \alpha_j IND_j + \epsilon_t \quad (2)$$

模型中 α_0 代表常数项, $\alpha_1 \sim \alpha_8$ 代表系数, t 代表时间下标。 G 为哑变量,用于区分样本观测值。当检验假设 1 时,本文以样本观测值第一大股东持股比例的均值为临界点,把样本观测值分为高持股观测值和低持股观测值两组,如果样本观测值属于低持股观测值(基准组),就令 G 等于 1,否则为零;当检验假设 2 时,本文以样本观测值盈利能力的均值为临界点,把样本观测值分为盈利能力强的观测值和盈利能力差的观测值两组,如果样本观测值属于盈利能力强的观测值(基准组),就令 G 等于 1,否则为零。模型(1)和模型(2)借鉴了 Fazzari, Hubbard 和 Petersen(1988) 以及 Hoshi, Kashyap 和 Scharfstein(1991) 等对公司投资与现金流之间敏感度的研究,他们认为 CF_t 的系数越大(符号为正)且显著,则表示公司投资对现金流的敏感度越高。模型(1)用于对假设 1 和假设 2 进行检验,模型(2)用于对假设 3 进行检验。

模型中引入控制变量 Q_{t-1} 是因为根据 Tobin 'Q 理论,在完善的资本市场上,Tobin 'Q 是公司可利用的、对投资机会进行市场价值评估的一个基本评估方法,是唯一适合解释投资行为的财务变量。在包含 Tobin 'Q 和内部财务变量的投资方程中,后者系数的任何显著性都可以被认为是公司存在着融资约束(Tobin,1969)。

4、描述性统计

表 2 列出了样本观测值的描述性统计。从中可以看出,我国上市公司第一大股东的平均持股比例较高(约为 44 %),显示出第一大股东对上市公司有着较大的控制权。这一结果也和徐晓东和陈小悦(2003)的统计结果基本一致。

表 2 描述性统计

变量	样本数	最小值	最大值	均值	中值	标准差
I	1360	- 1.8087	1.9162	0.2165	0.1405	0.4145
Q	1360	1.02	4.91	1.8666	1.7050	0.5970
CF	1360	- 1.9926	1.9805	0.1618	0.1433	0.3623
Topshare	1360	0.0179	0.8498	0.4369	0.4268	0.1759
Profitability	1360	- 1.9804	1.6273	0.0253	0.0518	0.2587
有效样本数	1360					

四、实证结果及分析

1、多变量回归分析

表 3 列出了对假设 1 和假设 2 的实证检验结果。表 3 的第(1)列是全部样本的回归分析结果,其中公司投资与现金流之间呈正相关关系,且在 1%的水平上显著,这表明我国的上市公司基本上都存在融资约束,这一结果与冯巍(1999)、邹港永、宋敏和王杰邦(2003)以及魏锋和刘星(2004)的研究结果相一致。第(2)列是以低持股观测值为基准组时的回归分析结果,其中公司投资与现金流之间仍然呈正相关关系,系数值为 0.163 且在 1%的水平上显著,而 $G \times CF_t$ 的系数为负(值为 - 0.131),且在 5%的水平上显著。这表明第一大股东持股比例高和第一大股东持股比例低的上市公司都存在着融资约束,但第一大股东持股比例高的上市公司,其投资对现金流有着较低的敏感度,这一结果与邹港永、宋敏和王杰邦(2003)的研究结果相一致,支持了假设 1,表明控制性股东的支持行为减轻了上市公司的融资约束。表 3 的第(3)列是用样本观测值当年盈利能力的均值进行分组,以当年盈利能力强的观测值为基准组时的回归分析结果。从中可以看出,公司投资与现金流之间呈显著的(1%的水平上)正相关关系,其系数值为 0.136,而 $G \times CF_t$ 的系数为负(值为 - 0.140),且在 5%的水平上显著。这表明盈利能力强和盈利能力差的上市公司都存在着融资约束,但盈利能力差的上市公司,其投资对现金流有着较低的敏感度,从而支持了假设 2。这一结果表明控制性股东的掏空行为加剧了上市公司的融资约束,而其支持行为却减轻了上市公司的融资约束,这一结果也支持了 Friedman, Johnson 和 Mitton(2003)提出的控制性股东对公司的掏空与支持是对称的观点。

为检验假设 3,本文把全部样本观测值按第一大股东持股比例的高低以及当年盈利能力的好坏分成了低持股盈利能力强、低持股盈利能力差、高持股盈利能力强和高持股盈利能力差这四组,表 4 中的第(1)、(2)、(3)、(4)列分别列出了对这四组样本观测值的实证检验结果。从中可以看出,第一组样本观测值投资—现金流的敏感度最高,其系数值为 0.135 且在 1%的水平上显著,第二组和第三组样本观测值投资与现金流的相关性明显下降,其系数值都只有约 0.02 且不显著,第四组样本观测值投资与现金流的相关性反而呈现出负相关,其系数值也同样不显著。这一检验结果支持了假设 3,表明第一大股东持股比例越低以及盈利能力越强的公司,由于受到控制性股东的掏空行为最严重,因此最容易受到融资约束;而第一大股东持股比例越高以及盈利能力越差的公司,控制性股东对公司的支持最多,因此最不容易受到融资约束。

模型对第二组样本观测值没有很好的拟合度,未经调整的 R^2 为 0.023,调整后的 R^2 为 - 0.037,说明公司的投资机会($Q_t - 1$)和现金流(CF_t)对公司投资(I_t)的影响很小,几乎没有解释力。

表3 假设1和假设2的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
(常量)	0.054 (1.100)	0.069 (1.397)	0.099 ** (2.010)	0.128 *** (2.529)
Q_{t-1}	0.034 * (1.806)	0.029 (1.533)	0.033 * (1.732)	0.032 * (1.698)
$G \times Q_{t-1}$		-0.008 (-0.649)	-0.057 *** (-4.251)	-0.050 *** (-3.877)
CF_t	0.114 *** (3.697)	0.163 *** (4.207)	0.136 *** (3.585)	0.193 *** (4.433)
$G \times CF_t$		-0.131 ** (-2.067)	-0.140 ** (-2.173)	-0.160 *** (-2.649)
F 检验	4.589 ***	4.280 ***	7.177 ***	7.744 ***
调整的 R^2	0.016	0.019	0.035	0.038
N	1360	1360	1360	1360

注:表中括号内的数字为 t 值; *、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%。

表4 假设3的检验结果

变量	低持股盈利 能力强 (1)	低持股盈利 能力差 (2)	高持股盈利 能力强 (3)	高持股盈利 能力差 (4)
(常量)	0.095 (1.244)	-0.002 (-0.012)	0.310 *** (2.671)	0.021 (0.215)
Q_{t-1}	0.013 (0.435)	0.058 (0.724)	0.006 (0.163)	0.025 (0.623)
CF_t	0.135 *** (3.006)	0.024 (0.154)	0.020 (0.299)	-0.008 (-0.138)
F 检验	3.790 ***	0.385	1.746 *	2.185 **
调整的 R^2	0.027	-0.037	0.012	0.023
N	593	104	355	308

注:表中括号内的数字为 t 值; *、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5% 和 1%。

2、稳健性检验

以上多变量回归分析的结果支持了本文提出的三个假设,但是 Schiantarelli (1995) 在评价研究公司投资—现金流敏感度的方法时曾指出,用公司当年的财务状况来对公司进行分组本身有可能强化 (hardwire) 检验结果。针对这一问题,本文也采用了以样本观测值前一年的盈利能力对公司分组,对假设 2 和假设 3 的检验结果进行了稳健性检验。

表 3 的第 (4) 列是用样本观测值前一年盈利能力的均值进行分组,以前一年盈利能力强的观测值为基准组时的回归分析结果。从中可以看出,公司投资与现金流之间仍然呈显著的 (1% 的水平上) 正相关关系,其系数值为 0.193,而 $G \times CF_t$ 的系数为负 (值为 -0.160),且在 1% 的水平上显著,这一结果与表 3 第 (3) 列的结果基本一致,从而再次支持了假设 2。本文也把全部样本观测值按第一大股东持股比例的高低以及前一年盈利能力的好坏再次分成了四组,表 5 中的第 (1)、(2)、(3)、(4) 列分别列出了对这四组样本观测值的实证检验结果。从中同样可以看出,第一组样本观测值投资—现金流的敏感度仍然最高,其系数值为 0.237 且在 1% 的水平上显著,第二组样本观测值投资与现金流的相关性明显下降,其系数值为 0.055 且不显著,第三组样本观测值投资—现金流的敏感度下降为 0.152,第四组样本观测值投资与现金流的相关性反而呈现出显著的负相关。上述结果与表 4 的检验结果也基本一致,从而再次支持

了假设 3。另外我们也看到,用样本观测值前一年的盈利能力对公司分组后,模型的拟合度都有所提高(调整的 R^2 提高了)。

表 5 假设 3 的稳健性检验结果

变量	低持股盈利 能力强 (1)	低持股盈利 能力差 (2)	高持股盈利 能力强 (3)	高持股盈利 能力差 (4)
(常量)	0.162 *	0.197 *	0.164 *	0.100
	(1.678)	(1.859)	(1.742)	(0.855)
Q_{t-1}	0.015	- 0.077	0.001	0.019
	(0.435)	(- 1.591)	(0.018)	(0.358)
CF_t	0.237 ***	0.055	0.152 ***	- 0.149 **
	(4.465)	(0.783)	(2.731)	(- 2.069)
F 检验	4.500 ***	1.103	2.207 **	3.034 ***
调整的 R^2	0.046	0.002	0.016	0.052
N	440	257	438	225

注:表中括号内的数字为 t 值; *、**、*** 分别表示显著性水平为 10 %、5 % 和 1 %。

五、结论及建议

近年来,学者们围绕控制性股东掏空公司的行为进行了大量的实证检验,并取得了丰富的经验证据(Bae, Kang 和 Kim, 2002; Bertrand, Mehta 和 Mullainathan, 2000; 等等)。但如果控制性股东总是倾向于剥削小股东,小股东为何又愿意把资金投资给公司呢? Friedman, Johnson 和 Mitton (2003) 提出,控制性股东并不总是掏空公司,他们也有支持公司的时候,控制性股东对公司的掏空和支持是对称的。Riyanto 和 Toolsema (2003) 也认为,控制性股东对公司的支持为小股东提供了一种保险机制,正因为有支持这种保险机制,小股东才愿意向公司投资。本文正是基于以上研究背景,通过对公司投资—现金流敏感度的分析,对我国上市公司控制性股东的掏空与支持行为进行了实证检验。本文的研究结果表明:(1) 第一大股东持股比例越高的公司,其投资对现金流的敏感度越低。(2) 盈利能力越强的公司,其投资对现金流的敏感度越高;盈利能力越差的公司,其投资对现金流的敏感度越低。(3) 第一大股东持股比例越低以及盈利能力越强的公司,其投资对现金流的敏感度最高;第一大股东持股比例越高以及盈利能力越差的公司,其投资对现金流的敏感度最低。这些结果为研究我国上市公司控制性股东的掏空与支持行为提供了的经验证据,也支持了 Friedman, Johnson 和 Mitton (2003) 提出的控制性股东对公司的掏空与支持是对称的观点。

我国的资本市场在过去十几年的时间里虽然经历了较快的发展,但目前仍然存在许多不成熟和不完善的地方,上市公司无论是利用外部股权融资或者外部债权融资都还存在着诸多约束。上市公司的控制性股东通过地方政府的财政援助或其控制的其它公司的资金等方式来支持公司,虽然在一定程度上可以弥补我国资本市场不发达的缺陷,从而减少公司受到融资约束的可能性,但控制性股东对公司的支持是否一定有利于公司的长远发展,并最终保护小股东的利益还有待于今后进一步的检验。邹港永,宋敏和王杰邦(2003)的研究结果表明,政府对上市公司的预算软约束将会加剧上市公司的道德风险问题。因此,对我国上市公司控制性股东支持公司的方式、时机以及由此对公司带来的影响应成为今后进一步研究的方向。

参考文献:

- (1) 冯巍:《内部现金流与企业投资——来自我国股票市场上市公司财务报告的证据》[J],《经济科学》1999年第1期。
- (2) 刘峰、贺建刚:《股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究》[D],《中国第二届实证会计国际研讨会论文集》,2003年。
- (3) 李增泉、王志伟、孙铮:《隧道挖掘(Tunneling)与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》[D],《中国第二届实证会计国际研讨会论文集》,2003年。
- (4) 徐晓东、陈小悦:《公司治理与第一大股东的最优所有权安排》[D],《中国第二届实证会计国际研讨会论文集》,2003年。
- (5) 邹港永、宋敏、王杰邦:《中国上市公司投资决策与软预算约束》[J],《中国金融学》2003年第1期。
- (6) 魏锋、刘星:《融资约束、不确定性对公司投资行为的影响》[J],《经济科学》2004年第2期。
- (7) Bae, K., Kang, J. and Kim, J., 2002. Tunneling or value added? evidence from mergers by Korean business groups. *Journal of Finance* 57, 2695 – 2740.
- (8) Bertrand, M., Mehta, P. and Mullainathan, S., 2002. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups. *Quarterly Journal of Economics* 117, 121 – 148.
- (9) Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L., 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81 – 112.
- (10) Cleary, S., 1999. The relationship between firm investment and financial status. *Journal of Finance* 54, 673 – 692.
- (11) Fazzari, M., Hubbard, G. and Petersen, C., 1988. Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity* 19, 141 – 195.
- (12) Friedman, E., Johnson, S. and Mitton, T., 2003. Popping and tunneling. *Journal of Comparative Economics* (forthcoming).
- (13) Holderness, C., 2003. A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review* 9, 51 – 63.
- (14) Holderness, C. and Sheehan, D., 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 317 – 346.
- (15) Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D., 1991. Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics* 106, 33 – 60.
- (16) Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 2000. Tunneling. *American Economic Review* 90, 22 – 27.
- (17) Kaplan, S. and Zingales, L., 1997. Do investment – cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints. *Quarterly Journal of Economics* 112, 169 – 215.
- (18) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471 – 517.
- (19) Riyanto, E. and Toolsema, A., 2003. Tunneling and propping: a justification for pyramidal ownership. *Working paper*, National University of Singapore.
- (20) Schiantarelli, F., 1995. Financial constraints and investment: a critical review of methodological issues and international evidence. *Canadian Journal of Economics* 26, 552 – 574.
- (21) Shleifer, A. and Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737 – 783.
- (22) Tobin, J., 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit, and Banking* 1, 15 – 29.

(Y)